IDEE DU MOIS

N°6, Février 2015

LA FONDATION IDEA

IDEA est un laboratoire d'idées autonome, pluridisciplinaire et ouvert, créé à l'initiative de la Chambre de Commerce. IDEA fournit des solutions pratiques et innovantes au sujet des défis sociaux-économiques majeurs du Grand-Duché de Luxembourg.

2015 : LA ZONE EURO ENCORE UN MACHIN, BIENTOT UNE MACHINE ?

Un observateur avisé de la zone euro qui, tel Hibernatus, aurait passé l'année 2014 dans une capsule réfrigérée, ne pourrait pas en croire ses yeux à son retour en ce début d'année 2015.

1. Dans le sillage de la crise des dettes publiques dans la zone euro, les règles budgétaires avaient été jugées comme pas assez « sévères » ni assez « dissuasives » contre les dérapages budgétaires ; en conséquence elles ont été durcies (Six-pack, Two-pack, Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG)). Or, à l'opposé, le **13 janvier 2015**, le pacte de stabilité et de croissance, pièce maîtresse de la discipline budgétaire en Europe, a connu un « lifting » et a été « flexibilisé » ;
2. La Banque centrale européenne (BCE), s'est « métamorphosée » et a annoncé un programme étendu d'achats d'actifs (assouplissement quantitatif) de plus de 1.100 milliards d'euros le **22 janvier 2015** ;
3. La Grèce, qui a provoqué une relecture de la clause de « no bail-out » en 2010 puis bénéficié d'une restructuration de sa dette publique et d'un plan d'aide en 2012 avec pour condition la mise en place de mesures d'austérité et de réformes structurelles, a porté au pouvoir la « gauche radicale » le **25 janvier 2015**.

Dans quelle mesure ces changements majeurs vont-ils impacter l'économie de la zone euro? Quels seront leurs impacts sur l'économie luxembourgeoise? Comment peuvent-ils être complétés ?

Publiée le 10 fevrier 2015, cette Idée du mois ne prend pas en compte des décisions futures qui pourraient impacter significativement le cours des événements qu'elle entend traiter.

INTRODUCTION

Ce n'est pas être alarmiste que de dire que la zone euro se trouve, à nouveau, à un moment critique entre vents favorables (dépréciation du taux de change de l'euro, reprise du commerce mondial, faiblesse des cours du pétrole) et contraires (risque de déflation, questionnement sur la soutenabilité de la dette publique de certains pays, tensions politiques dans certains pays membres et aux portes de l'Europe).

Les commentateurs, au premier rang desquels des chefs d'Etat, ont si souvent (à tort) annoncé la « fin de la crise dans la zone euro » depuis 2010, qu'il serait hasardeux de prétendre savoir avec certitude lequel des courants (favorable ou contraire) l'emportera.

Consciente du degré encore élevé d'incertitudes entourant l'avenir de la zone euro, la Commission européenne a présenté le 13 janvier 2015 de nouvelles orientations décrivant la manière dont elle appliquera les règles du pacte de stabilité et de croissance (PSC) pour renforcer le lien entre réformes structurelles.

De son côté, la Banque centrale européenne (BCE) a franchi le 22 janvier 2015 le Rubicon de l'assouplissement quantitatif en annonçant un vaste programme d'achats d'actifs de plus de 1.100 milliards d'euros[1] afin d'éloigner le spectre de la déflation de la zone euro.

C'est dans ce contexte que, le 25 janvier 2015, la Grèce a porté au pouvoir le parti de la gauche radicale Syriza qui dit vouloir rester membre de la zone euro (car le retour à la drachme serait un drame) et revoir les conditions de remboursement de la dette publique du pays, largement détenue par des créanciers publics (BCE, FMI, FESF[2], Etats membres de la zone euro).

La souplesse budgétaire offerte par les nouvelles orientations du PSC est-elle synonyme de renoncement à la discipline budgétaire et de nouvel âge d'or des déficits dans la zone euro ? La nouvelle politique monétaire accommodante de la BCE parviendra-t-elle à faire remonter l'inflation dans la zone euro - qui est actuellement négative - et à y relancer l'activité ? Le nouveau gouvernement grec a-t-il les moyens de ses ambitions ? Ces événements affecteront-ils significativement l'économie luxembourgeoise ? Et surtout, quelles mesures supplémentaires envisager pour permettre à la zone euro de sortir définitivement de la crise ?

Cette publication offre des éléments de réponse à ces interrogations.

La zone euro se trouve, à nouveau, à un moment critique entre vents favorable et contraire

[1] Entre mars 2015 et septembre 2016.
[2] Fonds européen de stabilité financière.

13 JANVIER 2015 : LE PSC[3] EST-IL DEVENU UN ENSEMBLE DE REGLES EN PLASTIQUE ?

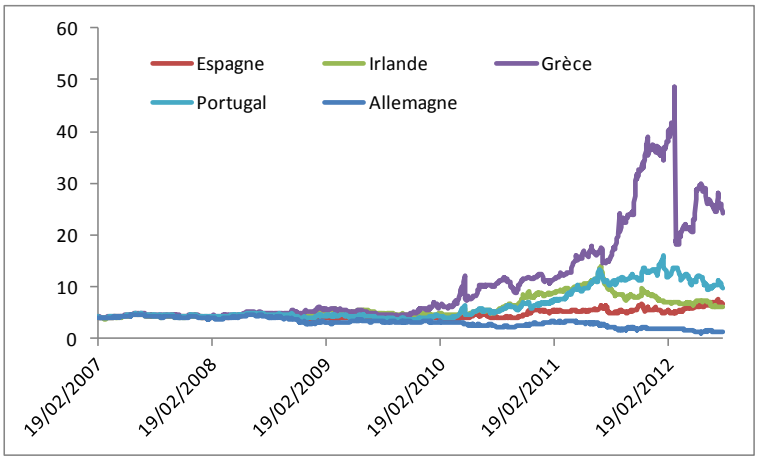
La zone euro a connu une enfance (1999-2008) heureuse et insouciante

La zone euro a connu une enfance (1999-2008) heureuse et insouciante. Durant cette période, l'euro est devenu l'une des principales monnaies de réserve au monde, l'inflation est demeurée stable autour des 2%, les taux d'intérêt sur la dette souveraine des différents pays membres ont convergé vers les bas taux allemands, le taux de croissance a été en moyenne de 2%, le taux de chômage est passé de 9,5% à 7,5% : le bonheur. S'agissant des comptes publics de la zone euro, ils ont été systématiquement déficitaires sur la période et les règles budgétaires édictées par le pacte de stabilité et de croissance ont été maintes fois violées sans véritable sanction[4] : l'insouciance.

Cette période bénie a brusquement pris fin en 2009

Cette période bénie - du moins du côté de la macroéconomie - a brusquement pris fin en 2009 parce que la crise immobilière et financière américaine s'est transmise à la zone euro, subséquemment métamorphosée en crise de la dette souveraine. La Grèce d'abord, puis l'Irlande, le Portugal, l'Espagne, et Chypre ont vu leur dette publique et leurs taux d'intérêt s'envoler, et ont dû bénéficier de l'assistance financière des pare-feux européens (FESF, MES)[5] créés entretemps afin d'éviter le pire.

Graphique 1 : Taux d'intérêt des emprunts publics à 10 ans (%)



Source : Macrobond

10 ans après sa constitution, la zone euro a ainsi frôlé de très près l'éclatement, en partie à cause des excès budgétaires des Etats (notamment du sud) qui sont entrés dans la crise financière avec des situations budgétaires détériorées et sans marges de manœuvre[6]. Partant de ce constat, les Etats membres ont notamment décidé de renforcer (d'abord et surout) la discipline budgétaire dans la zone euro. Le six-pack, le traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance et le two-pack (cf encadré) ont été adoptés en conséquence, et sont autant d'initiatives visant à « contraindre » à la responsabilité budgétaire. Fortement décrié par certains[7], car il comporterait en son sein les germes de l'austérité, ce nouveau cadre de la gouvernance budgétaire a

[3] Pacte de stabilité et de croissance.
[4] Plus de 22 violations sans réelles sanctions en 2003-2004. Source: «L'euro à l'épreuve des dettes souveraines», Elie Cohen (2012).
[5] FESF (fonds européen de stabilité financière), MES (mécanisme européen de stabilité).
[6] Dans de nombreux pays européens, les déficits publics ont atteint des sommets avec la crise en lien avec le sauvetage des banques ; il n'empêche qu'avant la crise, ces pays accumulaient déjà des déficits et des déséquilibres macroéconomiques (balances courantes déficitaires, bulles immobilières, excès d'endettement, etc.).
[7] Voir : http://sergeallegrezza.net/2014/02/07/democratiser-les-finances-publiques/

permis à la zone euro de ramener son déficit budgétaire sous les 3% du PIB en 2014, quand le déficit est encore proche des 5% aux Etats-Unis et au Royaume-Uni.

Encadré 1 : Evolution de la gouvernance budgétaire en Europe

Six-pack (décembre 2011)

Le paquet sur la gouvernance économique, le « Six-pack », est entré en vigueur le 13 décembre 2011. Il vise à renforcer les règles du programme de stabilité et de croissance (PSC) grâce à un contrôle accru à un stade précoce. Les règles accordent une plus grande importance à la réduction de la dette (et non seulement au déficit), fixent des normes afin d'assurer une collecte correcte et indépendante de statistiques, et introduisent de nouveaux contrôles en matière de déséquilibres macroéconomiques au sein de l'UE.

Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (janvier 2013)

Signé le 2 mars 2012 par 25 des 27 Etats membres de l'UE de l'époque et entré en vigueur le 1er janvier 2013, le traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG) vise à amener les Etats de la zone euro à financer leurs dépenses par leurs recettes et donc à limiter le recours à l'emprunt.

La grande nouveauté par rapport au « Six-pack » étant l'institution d'une soi-disant « règle d'or budgétaire nationale » qui engage les Etats signataires à l'inscrire dans leur législation nationale et à avoir des comptes publics en équilibre ou en excédent sur l'ensemble d'un cycle économique. Cette condition est considérée comme remplie dès lors que le solde budgétaire structurel annuel d'un pays se situe au niveau de « l'objectif à moyen terme » (OMT) propre à chaque pays et limité à un déficit de 0,5% du PIB (la limite pouvant aller jusqu'à 1% si le ratio de dette est nettement inférieur à 60% du PIB et les risques pesant sur la soutenabilité de la dette publique sont faibles)[8].

Two-pack (mai 2013)

Les réformes introduites par le « Six-pack » ayant imposé de nouvelles règles budgétaires aux Etats membres, le « Two-pack », entré en vigueur le 30 mai 2013 concerne la coordination du PSC. Dans le cadre du semestre européen, les deux règlements faisant partie du « Two-Pack » visent à encadrer encore davantage le processus d'élaboration des budgets nationaux en prévoyant notamment la transmission des projets de budget nationaux pour l'exercice suivant à la Commission européenne jusqu'au 15 octobre de chaque année, qui, elle, examinera chaque projet de budget et formulera un avis y afférent pour le 30 novembre au plus tard.

[8] L'OMT correspond à un excédent structurel de 0,5% du PIB pour le Grand-Duché.

Tableau 1 : Apperçu du nouveau cadre de gouvernance budgétaire en Europe

	Six-Pack	TSCG	Two-Pack
Quoi?	5 règlements et une directive de l'UE	Traité intergouvernemental	2 règlements de l'UE
Qui?	UE	UE (sans UK et CZ)	zone euro
Date d'entrée en vigueur	Décembre 2011	Janvier 2013	Mai 2013
Contenu	-contrôle budgétaire renforcé et étendu -contrôle macroéconomique plus vaste -exigences concernant les cadres budgétaires nationaux	-restriction du déficit structurel -inscription de l'équilibre structurel dans les législations nationales	-contrôle et coordination budgétaire plus poussée dans al zone euro -des institutions nationales indépendantes chargées de veiller au respect des règles budgétaires -calendrier précis pour le budget annuel

Sources : Banque nationale de Belgique, IDEA

la nouvelle « Commission Juncker » a présenté le 13 janvier 2015 un nouveau « mode d'emploi » des règles budgétaires du pacte de stabilité et de croissance

Mais à l'inverse des Etats-Unis et du Royaume-Uni, le chômage atteint des sommets dans la zone euro et la croissance y est anémique. Consciente du risque pour la zone euro de « mourir en bonne santé[9] » et que le PSC (durci par le six-pack) était tel le « lit de Procuste[10] », la nouvelle « Commission Juncker » a présenté le 13 janvier 2015 un nouveau « mode d'emploi » des règles budgétaires du pacte de stabilité et de croissance afin d'améliorer sa mise en œuvre. Concrètement, cette « nouvelle dose de souplesse » du PSC vise 3 objectifs « croissance-friendly[11] » :

1. favoriser les réformes structurelles : désormais la Commission prendra en compte l'incidence budgétaire positive (future) des réformes structurelles ;
2. favoriser les investissements publics et la réussite du plan Juncker d'investissements[12] : les contributions volontaires des Etats au plan Juncker n'auront pas d'impact sur l'appréciation de la situation de leurs finances publiques, et les Etats bénéficieront, sous certaines conditions, d'une clause d'investissement leur permettant de s'écarter de leur objectif budgétaire à moyen terme ;
3. mieux prendre en compte le cycle économique de chaque Etat membre : désormais, les Etats pourront moduler leur effort structurel[13] (effort de consolidation) selon les performances attendues de leur économie en tenant compte d'une grille fournie par la Commission.

[9] Autrement dit de connaitre déflation, faible croissance, et faible déficit public.
[10] Trop petit pour certains, trop grand pour d'autres, inconfortable pour tous.
[11] Voir: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-15-3220_en.htm
[12] Voir: http://www.fondation-idea.lu/2014/11/27/le-plan-juncker-dinvestissements-un-utile-jalon-qui-devrait-cependant-etre-renforce/
[13] Hausse d'impôts ou baisse de dépenses afin d'atteindre l'objectif budgétaire à moyen terme; voir http://www.mf.public.lu/publications/divers/note_info_equilibre_budget_130410.pdf

Certains voient dans cet assouplissement des règles budgétaires un « remake » de la révision du PSC en 2005[14], et donc une volonté de la Commission de permettre aux Etats de laisser filer les déficits et de faire des règles « en béton » du PSC des «règles en « plastique ». Pour d'autres (sans doute moins nombreux), cette flexibilisation sonne le glas de l'austérité dans la zone euro et devrait permettre à la zone euro de s'engager sur un sentier de croissance stable et soutenable.

Il ne faut certes pas minimiser la « capacité » des Etats de la zone euro (notamment des plus grands) à vouloir « contourner » les règles budgétaires édictées. Toutefois, avec ce nouveau mode d'emploi du PSC, il semble que la Commission a surtout voulu réduire la pro-cyclicité des règles budgétaires (prise en compte de la conjoncture, avec des efforts croissants à déployer en cas de bonne conjoncture et vice-versa) et assurer le succès du plan Juncker (clause d'investissement), et non pas inciter aux déficits. D'ailleurs, les conditions pour bénéficier pleinement des différentes clauses sont assez strictes et difficiles à réunir (croissance négative ou écart de production très négatif, dette publique inférieure à 60% ou déficit inférieur à 3% du PIB, respect du critère de réduction par an « de 1/20 » de la dette publique, calendrier précis et chiffrage exhaustif des réformes structurelles).

Il ne faut certes pas minimiser la « capacité » des Etats de la zone euro à vouloir « contourner » les règles budgétaires. Toutefois, les conditions pour bénéficier pleinement des différentes clauses sont assez strictes

En cas de mise en œuvre dans l'esprit souhaité par la Commission européenne, le répit offert par cet assouplissement du PSC ne devrait pas *in fine* exempter les pays de la zone euro de leurs « obligations » de réduction de dettes et de déficits publics.

[14] Voir: http://opee.u-strasbg.fr/IMG/pdf/14article06.pdf

22 JANVIER 2015 : EN SORTANT SON « QE[15] » LA BCE SAUVERA-T-ELLE LA ZONE EURO ?

L'euro est souvent considéré (et pas forcément à tort) comme une monnaie incomplète. Il s'agit en effet d'une monnaie sans Etat[16], gérée par une Banque centrale supranationale « indépendante » sans être totalement « *accountable* »[17], dans un environnement institutionnel encore sous-optimal.

De nombreuses initiatives ont été menées afin de compléter « institutionnellement » l'euro

Depuis le début de la crise de la dette souveraine européenne, de nombreuses initiatives ont été menées afin de compléter « institutionnellement » l'euro (sommet de la zone euro, Traité intergouvernemental (TSCG), Fonds de stabilité (FESF, MES), Union bancaire, élaboration d'une feuille de route pour la réalisation d'une véritable union monétaire[18], etc.).

De son côté, la BCE a progressivement adapté son modus operandi et a écrit une nouvelle page « non conventionnelle » de son histoire en lançant un programme d'assouplissement quantitatif

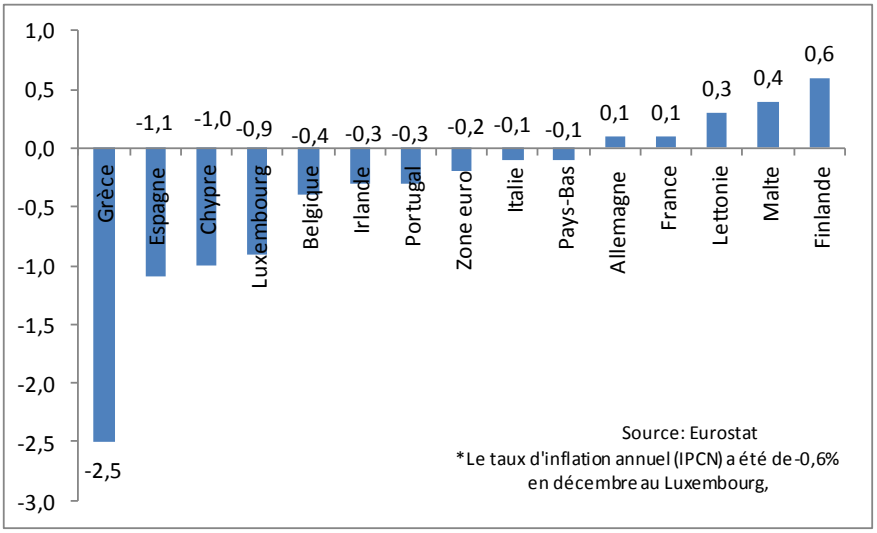
De son côté, la BCE a dans un premier temps agi de façon relativement conservatrice et à contre-courant des autres grandes Banques centrales du monde[19]. Mais depuis fin 2011, elle a progressivement adapté son *modus operandi* et multiplié les décisions de politique monétaire non-conventionnelle (LTRO[20], OMT[21], programme d'achats d'obligations sécurisées, taux directeur négatif). Le 22 janvier dernier, elle a écrit une nouvelle page « non conventionnelle » de son histoire en lançant un programme d'assouplissement quantitatif[22] (*quantitative easing, QE*) de 60 milliards d'euros par mois qui s'étalera (au minimum) entre mars 2015 et septembre 2016 pour un volume total de 1.140 milliards d'euros, soit l'équivalent de près de 10% du PIB de la zone euro.

Cette décision de politique monétaire est avant tout conçue pour remplir le mandat de stabilité des prix de la BCE, qui correpond à un taux d'inflation inférieur à, mais proche de +2% à moyen terme, et éloigner le risque déflationniste qui menace la zone euro[23].

---

[15] Quantitative easing.
[16] La zone euro est désormais constituée de 19 Etats souverains.
[17] A la question « la BCE est indépendante, mais de qui ? », il n'y a pas vraiment de réponse.
[18] Voir http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/fr/ec/134186.pdf
[19] Deux hausses de taux directeurs en avril et juillet 2011 par exemple.[20] Long term refinancing operations, prêts à long terme (3 ans) et faible taux accordé par la BCE aux banques de la zone euro en 2011, 2012, et 2014.
[20] Long term refinancing operations, prêts à long terme (3 ans) et faible taux accordé par la BCE aux banques de la zone euro en 2011, 2012, et 2014.
[21] Outright Monetary Transactions, programme d'achats par la BCE, sous certaines conditions, d'obligations émises par les Etats de la zone euro sur le marché secondaire ; ce programme a été lancé en septembre 2012.
[22] Achats de titres de dettes publiques, d'institutions européennes, de titres adossés à des actifs et d'obligations sécurisées ; trivialement « faire tourner la planche à billets ».
[23] Il s'agit là d'une obligation pour la BCE qui ne peut prendre des décisions conformes aux traités et rentrant dans ses prérogatives de « politique monétaire ». Voir à ce sujet http://curia.europa.eu/jcms/upload/docs/application/pdf/2015-01/cp150002fr.pdf

Graphique 2 : Taux d'inflation annuel (IPCH) dans la zone euro (décembre 2014)



Cette décision de politique monétaire est « un soutien monétaire à l'économie »

Elle est toutefois également « un soutien monétaire à l'économie » en ce qu'elle réduit le coût de l'accès au financement des entreprises et des ménages, ce qui devrait (théoriquement) soutenir l'investissement et la consommation, et favorise la dépréciation de l'euro, ce qui devrait (sous certaines conditions) soutenir les performances à l'exportation[24] des entreprises et alimenter la croissance de la zone euro[25].

En franchissant le Rubicon de l'assouplissement quantitatif[26], la BCE donne corps à la déclaration de son président de juillet 2012 « *the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough*[27] ».

Le « Bazooka » monétaire sorti, deux questions se posent :

1-Permettra-t-il à la zone euro d'éloigner le spectre de la déflation ?

2-Ramènera-t-il la croissance ?

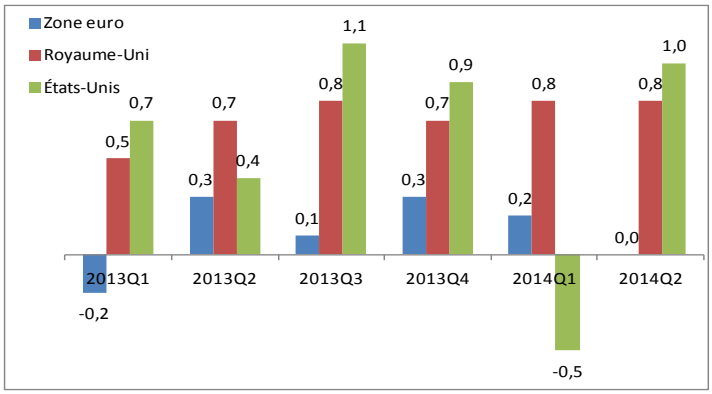
Les expériences de la FED[28], de la BoE[29] et de la BoJ[30] qui ont mené des politiques similaires fournissent des éléments de réponse.

Les Etats-Unis et le Royaume-Uni connaissent actuellement des taux d'inflation proches de zéro, et le niveau d'inflation au Japon (2,3%) tient principalement au relèvement du taux de TVA (+3%) opéré dans le pays au mois d'avril 2014. A cette aune, la capacité de l'assouplissement quantitatif à redresser l'inflation dans la zone euro n'est pas acquise.

[24] Hors zone euro.
[25] Selon certains travaux, une baisse de 10% du taux de change effectif de l'euro permettrait la première année un taux de croissance supplémentaire de 0,2% dans la zone euro, voir : http://cib.natixis.com/DocReader/index.aspx?d=377276365844476271394456395768766C55416448513D3D.
[26] Voir: http://www.project-syndicate.org/commentary/ecb-bond-purchases-by-jean-pisani-ferry-2014-12
[27] Voir: http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html
[28] Banque centrale des Etats-Unis.
[29] Banque centrale du Royaume-Uni.
[30] Banque centrale du Japon.

S'agissant de la croissance, les performances américaines et britanniques offrent des raisons d'espérer. En effet, ces deux pays atteignent actuellement en un trimestre l'équivalent du taux de croissance atteint en une année par la zone euro ; le « stimulus[31] » monétaire semble donc avoir alimenté la croissance.

Graphique 3 : Evolution trimestrielle en % du PIB (Zone euro, Etats-Unis, Royaume-Uni)



Source : Eurostat

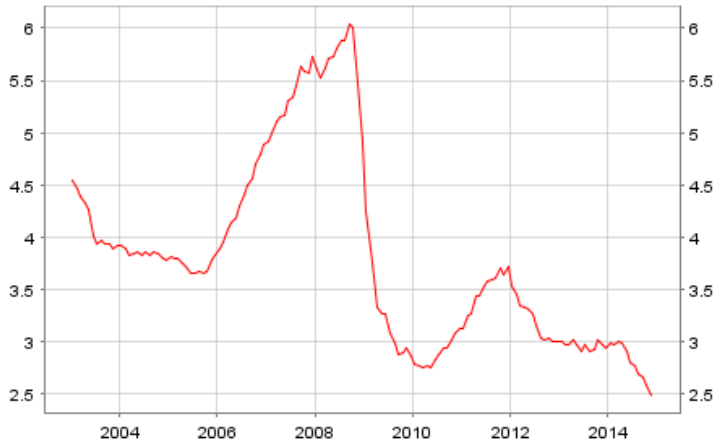
Toutefois, l'importance du système bancaire dans la zone euro dans le financement des entreprises et dans la collecte de l'épargne des ménages va *de facto* priver l'assouplissement monétaire de la BCE d'un « canal » de réussite. Aux Etats-Unis et au Royaume-Uni - où les entreprises se financent plus naturellement sur les marchés financiers[32] et où les ménages investissent massivement en bourse[33] - l'assouplissement quantitatif s'est accompagné d'effets de richesse[34] bénéfiques à l'économie. Ces effets de richesse ont été investis par les entreprises et consommés par les ménages, favorisant l'activité économique. Hélas, de tels effets de richesse sont bien plus restreints dans la zone euro[35].

Les taux d'intérêt étant déjà à des nivaux très faibles dans la zone euro, le canal du crédit ne devrait pas alimenter significativement l'activité

De même, les taux d'intérêt étant déjà à des nivaux très faibles dans la zone euro, le canal du crédit ne devrait pas non plus alimenter significativement l'activité. En effet, depuis plusieurs mois, les conditions de crédit se desserrent, sans qu'on observe un « nouveau cycle positif » du crédit des entreprises et des ménages. Cela tient à la faiblesse de la demande effective, à la poursuite du désendettement du secteur privé, et au niveau élevé de prêts non-performants dans certains pays.

[31] Entre autres.
[32] Voir : http://www.cairn.info/resume.php?ID_ARTICLE=ECOFI_111_0189.
[33] Voir : http://cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=55461.
[34] Hausse du prix des actifs et donc hausse de la valorisation des entreprises et plus-value pour les ménages.
[35] Voir : http://cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=80855.

Graphique 4 : Coût moyen de l'emprunt des entreprises dans la zone euro[36]



Source: BCE

L'assouplissement quantitatif pourrait très bien être sans effets notables sur les crédits aux entreprises et aux ménages

En conséquence, l'assouplissement quantitatif écrasera sans doute encore plus les primes de risque, mais il pourrait très bien être sans effets notables sur les crédits aux entreprises et aux ménages.

C'est vraisemblablement via le canal du taux de change que l'effet le plus sensible arrivera

C'est vraisemblablement via le canal du taux de change que l'effet le plus sensible arrivera. Cette décision de la BCE, alors que la FED sort progressivement de sa politique expansionniste et que l'économie britannique tourne à plein régime, peut pérenniser la relative faiblesse du taux de change de l'euro, ce qui favorisera la compétitivité des entreprises de la zone euro, et alimentera la croissance[37]. Ce sont les pays dont les exportations « hors zone euro » sont les plus importantes et qui connaissent une forte sensibilité des exportations à la compétitivité-prix qui devraient bénéficier en priorité des effets positifs de cette faiblesse du taux de change.

Quoique bienvenu, l'impact macroéconomique de l'assouplissement quantitatif risque d'être limité

En définitive, quoique bienvenu, l'impact macroéconomique (sur l'inflation et la croissance) de l'assouplissement quantitatif risque d'être limité[38].

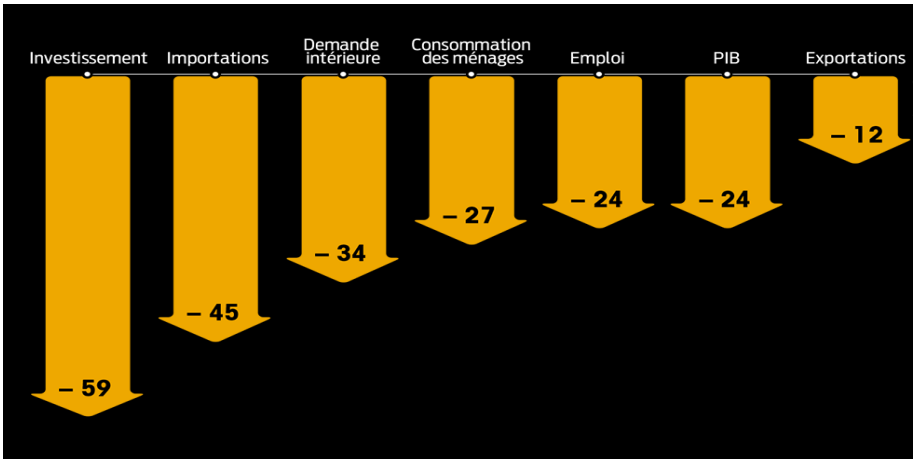
[36] Voir : http://www.ecb.europa.eu/press/pdf/mfi/2015-01-08_-_pr_mir.pdf.
[37] Les effets d'une dépréciation du taux de change sur l'activité n'est toutefois pas automatique et dépend notamment des comportements de marges. Par ailleurs, les effets seront plus importants s'il y a dépréciation de l'euro contre toutes les monnaies et non pas seulement le dollar.
[38] Selon les économistes de Natixis, l'effet final pourrait même être négatif en cas de hausse du prix du pétrole, voir http://cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=81120.

25 JANVIER 2015, LA TRAGEDIE GRECQUE A-T-ELLE TROUVE SES HEROS ?

La tragédie grecque ressemble à un western[39].

Depuis 2008 en Grèce, le PIB a fondu d'un quart, le chômage est passé de 9% à plus de 25%, le salaire minimum a été amputé de plus de 20%, plus de 250.000 petites entreprises[40] ont fermé, les investissements ont chuté de plus de 50% : un ajustement tragique !

Graphique 5 : Principaux agrégats de l'économie grecque, variation entre 2008 et 2014, en %



Source : Alterecoplus, Eurostat

Dans le même temps (2008-2014), le pays a connu 5 chefs de gouvernement, vécu quelques « psychodrames » (proposition d'un référendum par le premier ministre Papandréou sur l'appartenance de la Grèce à la zone euro qui lui coûta sa place, gouvernement de technocrates, plusieurs élections anticipées) et vu défiler plus de 20.000 manifestations[41]. Des soubresauts dignes d'un western.

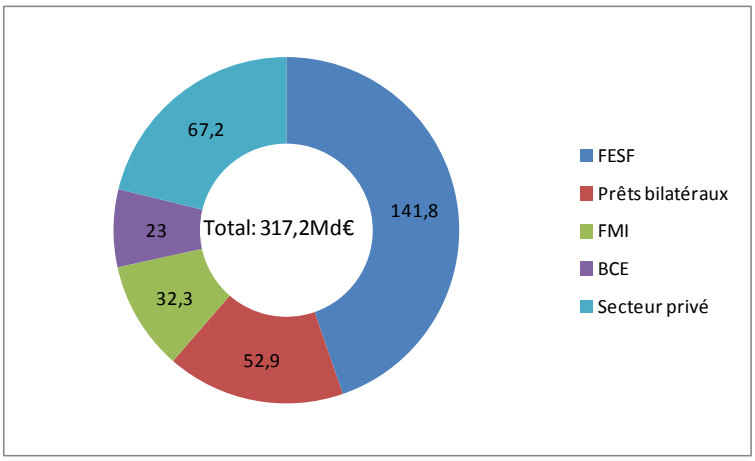
Pour éviter le pire à la Grèce - et les conséquences de cet éventuel « pire » sur l'ensemble de la zone euro - ses partenaires européens et le FMI n'ont pas ménagé leurs efforts pour lui venir en aide

Pour éviter le pire[42] à la Grèce - et les conséquences de cet éventuel « pire » sur l'ensemble de la zone euro - ses partenaires européens et le FMI n'ont pas ménagé leurs efforts pour lui venir en aide. Le pays a ainsi bénéficié d'un premier plan de sauvetage (110 milliards d'euros) et d'achats de dette sur le marché secondaire par la BCE[43] en 2010 ; puis d'un nouveau plan d'aide (130 milliards d'euros) assorti d'une participation « volontaire », c'est-à-dire d'une annulation de dette, du secteur privé (restructuration de 107 milliards d'euros), de baisse de taux et d'allongement des maturités des prêts en 2012 ; le tout sous l'œil vigilant d'une troïka (BCE, FMI, Commission européenne) qui accompagne - et surveille - la mise en place des réformes et l'évolution des finances publiques.

[39] Cette publication ne reviendra pas sur les séquences ayant conduit à la crise grecque, largement documentées ailleurs ; voir par exemple http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/lettres/323.pdf.
[40] Moins de 10 salariés.
[41] Source : http://www.rfi.fr/europe/20140425-grece-4-ans-crise-20-000-manifestations-amnesty-international-violence/.
[42] Sortie de la zone euro, défaut sur la dette publique.
[43] Dans le cadre du Securities market program, voir https://www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/index.en.html#portfolios.

Le premier effet de ces plans d'aide successifs a été de « sortir » en grande partie la dette grecque du marché. Fin 2014, près de 80% de la dette du pays était détenue par des créanciers publics (BCE, FMI, FESF, Etats de la zone euro (prêts bilatéraux)).

Graphique 6 : Structure de la dette grecque par détenteurs (décembre 2014), en mia EUR



Source : Société Générale

Ces plans d'aide ont eu pour effet de faire baisser le service de la dette grecque et d'allonger considérablement la maturité de celle-ci

Aussi (et contrairement à ce qui est souvent évoqué) ces plans d'aide ont eu pour effet de faire baisser le service de la dette grecque et d'allonger considérablement la maturité de celle-ci. En prenant en compte les différents arrangements contenus dans le second plan d'aide à la Grèce[44], la charge réelle de la dette publique du pays tombe à 2,5% du PIB, la maturité moyenne de la dette s'élève à près de 17 ans, avec des remboursements s'étalant jusqu'en 2057.

De leur côté, les gouvernements grecs successifs ont montré une stricte adhésion au mémorendum d'entente conclu avec les principaux bailleurs de fonds

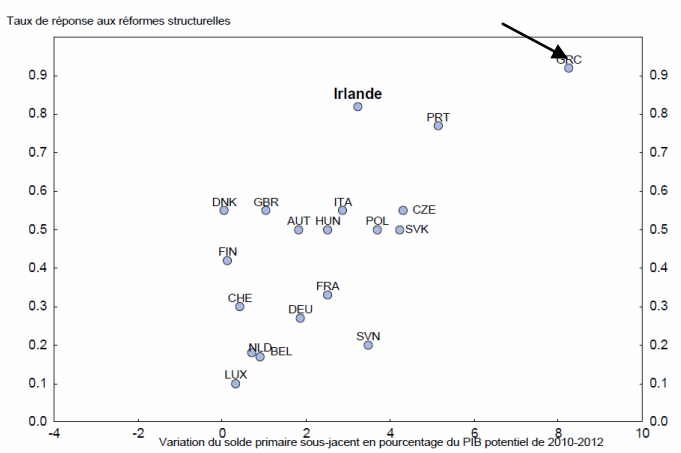
De leur côté, les gouvernements grecs successifs ont montré une stricte adhésion au mémorendum d'entente conclu avec les principaux bailleurs de fonds (FMI, BCE, FESF, Etats de la zone euro), condition *sine qua non* pour le déblocage des tranches successives d'aide[45] et pour que les titres de dette souveraine grecque continuent d'être éligibles aux opérations de refinancement de la BCE. Ils ont ainsi multiplié les réformes et les mesures d'assainissement budgétaire. Parmi les plus emblématiques : baisse drastique des salaires et des retraites, hausse de TVA, réduction du nombre de fonctionnaires et d'élus locaux, vaste programme de privatisation d'entreprises publiques, flexibilisation du marché du travail, réduction des frais de dépense de médicaments.

[44] Redistribution des profits de la BCE, moratoire sur les paiements au FESF, allègement des prêts bilatéraux, etc. Voir: http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/greek_loan_facility/index_en.htm.

[45] Voir : http://www.imf.org/external/np/loi/2012/grc/030912.pdf.

Depuis 2010, la Grèce possède ainsi le couple taux de réactivité[46] aux priorités de « réformes structurelles-réduction des déficits » publics le plus favorable de l'OCDE.

Graphique 7 : Mesures d'assainissement budgétaire et réformes structurelles



Source : OCDE

Hélas, les premiers effets positifs notables ne se sont matérialisés qu'en 2014

C'est dans ce contexte que le parti de la gauche radicale Syriza est sorti vainqueur des urnes le 25 janvier 2015

Hélas, les premiers effets positifs notables de ce couple « réformes-assainissement budgétaire » ne se sont matérialisés qu'en 2014 (hausse du PIB de 0,6%, solde des administrations publiques proche de l'équilibre), notamment pour des raisons propres à la difficulté de la situation grecque[47]. En réaction à ce « retard des résultats », de larges franges de la population grecque considèrent le couple réformes-assainissement comme ayant été un passeport pour la ruine.

C'est dans ce contexte que le parti de la gauche radicale Syriza est sorti vainqueur des urnes le 25 janvier 2015.

Le programme économique de Syriza - incarné par son leader Alexis Tsipras et le nouveau ministre des finances Yanis Varoufakis- repose sur 4 piliers[48] :

1-« Traitement de la crise humanitaire » : vaste programme de dépenses sociales à destination des ménages vivant sous le seuil de pauvreté, hausse des petites retraites, subvention alimentaire, gratuité des soins médicaux pour les plus défavorisés, etc.

2-« Relance de l'économie réelle » : création d'une nouvelle banque d'investissement, suppression de la récente taxe foncière, relèvement du seuil de revenus imposables (de 5.000 à 12.000 euros), revalorisation du salaire minimum (+30%), etc.

3- « Reconquête de l'emploi » : création de 300.000 postes dans les secteurs public et privé, extension du nombre de bénéficiaire de l'allocation chômage, révision des mesures de flexibilisation du marché du travail décidées par le précédent gouvernement, etc.

[46] Le taux de réactivité aux réformes est un indicateur calculé en affectant une valeur 1 aux situations dans lesquelles des mesures significatives ont été prises suite aux recommandations formulées par l'OCDE, et une valeur 0 dans le cas contraire.
[47] Enormes déséquilibres économiques présents avant la crise, difficulté à lever l'impôt, multiplicateurs budgétaires élevés, etc.
[48] Voir: http://www.syriza.gr/article/id/59907/SYRIZA---THE-THESSALONIKI-PROGRAMME.html#.VMu9HyyFAdU

4-« Modernisation de l'Etat » et des institutions : plus grande autonomie au niveau local, refonte de l'audiovisuel public, réforme territoriale, etc.

Ces mesures (dont le coût est estimé à 13,5 milliards d'euros par Syriza) seraient financées par des recettes supplémentaires (lutte contre l'évasion fiscale, recettes tirées de la hausse de la croissance), et par une réorientation des fonds structurels européens. Afin de maximiser leurs effets sur l'activité, le programme de Syriza indique vouloir négocier avec les créanciers les conditions de remboursement de la dette publique (restructuration du stock, remboursement lié à la croissance, moratoire sur les paiements d'intérêt, etc.) et couper les liens avec la troïka.

Si le programme de Syriza a permis son arrivée au pouvoir, il a très peu de chance d'être mis en œuvre à 100%

Si le programme de Syriza a permis son arrivée au pouvoir et répond, sans doute, à des aspirations de certains électeurs, il a très peu de chance d'être mis en œuvre à 100%.

D'abord, parce qu'il est rare qu'un programme électoral soit intégralement mis en œuvre. Certains des éléments cités dans le programme de Syriza (création de 300.000 emplois, hausse de recettes fiscales pour financer des dépenses nouvelles) ressemblent davantage à des objectifs poursuivis par Syriza qu'à des prévisions réelles. L'absence de date pour atteindre les cibles évoquées en est l'illustration[49]. En vertu du « principe de réalité » (l'exercice du pouvoir), certaines de ces promesses devraient rester lettre morte car ayant un coût budgétaire trop important.

Ensuite, les marges de manœuvre du gouvernement Tsipras sont, de toute évidence, très minces pour une renégociation de dette de grande ampleur. La dette détenue par la BCE et le FMI (55 milliards sur un total de 317 milliards d'euros de dette) est « intouchable ». Un effacement de la dette grecque détenue par la BCE serait vu comme une violation des traités qui interdisent à la BCE de financer les Etats de la zone euro ; le FMI qui n'a jamais procédé à un effacement de dette depuis sa création, n'osera sans doute pas créer un tel précédent qui risquerait d'alimenter des doléances, ou tout au moins les convoitises, de pays en voie de développement. La dette détenue par les agents privés (grecs et internationaux) (67,2 milliards d'euros) semble également « intouchable ». Les investisseurs privés ayant déjà été mis à contribution en 2012 dans le cadre de leur participation « volontaire », il serait *a priori* malvenu de les solliciter de nouveau ; par ailleurs mettre à contribution les banques grecques serait contreproductif, car une telle initiative obligerait l'Etat grec à les renflouer.

[49] Selon la formule consacrée, « ce qui distingue un projet d'un souhait c'est une date ».

En définitive, les tractations sur une éventuelle restructuration de la dette grecque ne peuvent porter (vraisemblablement) que sur les 60% détenues par les Etats membres de la zone euro et le FESF[50] (194,8 milliards d'euros).

Tableau 2 : Exposition de la zone euro à la dette grecque (mia EUR)

	fonds du EFSF	prêts bilatéraux	total
Allemagne	41,3	15,2	56,5
France	31,0	11,4	42,4
Italie	27,3	10,0	37,3
Espagne	18,1	6,7	24,8
Pays-Bas	8,7	3,2	11,9
Belgique	5,3	1,9	7,2
Autriche	4,2	1,6	5,8
Finlande	2,7	1,0	3,7
Slovaquie	1,5	0,0	1,5
Slovénie	0,7	0,2	1,0
Estonie	0,4	0,0	0,4
Luxembourg	0,4	0,1	0,5
Malte	0,1	0,1	0,2
Chypre	0,0	0,1	0,1
Grèce	0,0	0,0	0,0
Irlande	0,0	0,3	0,3
Portugal	0,0	1,1	1,1
Total en Mds €	141,9	52,9	194,8

Source : Crédit Agricole

Enfin, éloigner la troïka n'est en rien synonyme de permission pour « lâcher prise » ou « laisser aller ». La décision de la BCE du 4 février 2015[51] de suspendre l'éligibité des titres de dette souveraine grecque à ses opérations de refinancement du fait de « l'incertitude entourant le programme d'assistance à la Grèce » en témoigne. Cette décision oblige le gouvernement grec à trouver un nouvel accord - dans les meilleurs délais - avec ses créanciers.

Il est encore trop tôt pour connaître l'issue finale du bras de fer - qui se joue déjà- entre le nouveau gouvernement grec et les différents gouvernements de la zone euro. Néanmoins un accord (même de dernière minute) est hautement probable

Il est encore trop tôt pour connaître l'issue finale du bras de fer - qui se joue déjà- entre le nouveau gouvernement grec et les différents gouvernements de la zone euro puisque les différents protagonistes campent toujours sur leurs positions[52]. Les gouvernements de la zone euro refusent de reconsidérer de nouveau les conditions (modalités de remboursement, réformes à mettre en œuvre, solde budgétaire à atteindre, etc.) des prêts accordés à la Grèce ; et le gouvernement grec continue d'affirmer qu'il entend «tout renégocier ». Néanmoins, l'histoire récente a montré que les gouvernements de la zone euro ont eu tendance depuis 2010 à revenir systématiquement sur leurs positions initialement intransigeantes[53] ; un accord (même de dernière minute) fait de compromis entre les différents protagonistes est donc hautement probable[54].

[50] Garantie par les Etats membres.
[51] http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150204.en.html
[52] Au 10 février 2015.
[53] Voir: http://openeuropeblog.blogspot.com/2010/05/they-said-it-wouldnt-happen.html.
[54] S'il n'y a pas d'accord trouvé, une sortie de la Grèce de la zone euro deviendrait dès lors le scénario central; les effets de contagion d'une telle situation (effets « ouzo ») sont impossibles à décrire avec certitude. Mais les enseignements tirés des effets « téquila (crise mexicaine, 1994) et « saké (crise des pays d'Asie du sud-est, 1997) » plaident pour un accord en faveur du maintien de la Grèce dans la zone euro afin d'éviter des épisodes d'attaques spéculatives contre la monnaie unique.

D'où pourrait venir un statut de « héros de la tragédie grecque » du gouvernement Tsipras ?

Vu les contraintes susmentionnées, d'où pourrait venir un statut de « héros de la tragédie grecque » du gouvernement Tsipras ?

Cela dépendra, **à court terme**[55], de leur capacité à éviter le défaut de paiement, à obtenir de nouveaux aménagements de la dette publique et à renégocier les conditions du programme d'assistance. Eviter le défaut de paiement suppose pour le gouvernement de pouvoir payer plus de 30 milliards de tombée de dette en 2015 (9 milliards au FMI, 6,7 milliards à la BCE, 15 milliards de dettes de court terme)[56]. Les aménagements au sujet de la dette devraient concerner deux points principalement : l'abandon (effacement), ou la « restructuration » (transformation en obligations perpétuelles, allongement de maturité, lien entre le remboursement du principal et les performances économiques) d'une partie des 194 milliards d'euros de prêts (bilatéraux et du FESF), et la baisse des taux d'intérêt sur les prêts bilatéraux[57]. Ces aménagements devraient permettre de réduire le poids de la dette qui constitue un réel handicap à long terme (cf Annexe). Renégocier les conditions du programme d'assistance suppose, notamment, une obligation de solde primaire[58] moindre adressée à la Grèce. La cible du programme actuel (4,5% du PIB à partir de 2016 et pour une décennie) est une prouesse dont le coût d'opportunité[59] serait très élevé.

De leur capacité à éviter le défaut de paiement, à obtenir de nouveaux aménagements de la dette publique, à renégocier les conditions du programme d'assistance

A **moyen terme**, il leur faudra trouver des solutions pour permettre à la Grèce de retrouver durablement le chemin de la croissance et aux Grecs d'améliorer leurs conditions de vie.

…et à trouver des solutions pour permettre à la Grèce de retrouver durablement le chemin de la croissance et aux Grecs d'améliorer leurs conditions de vie

[55] Vu la décision du 4 février de la BCE, un nouvel accord devrait être conclu avant fin février.
[56] Source: BNP Paribas.
[57] Il a déjà été décidé d'un report de 10 ans des intérêts des prêts du FESF et d'une baisse des taux.
[58] Solde budgétaire avant paiement des intérêts sur la dette.
[59] Détenir un solde primaire aussi élevé sur une aussi longue période contraint de fait les capacités du gouvernement d'investir dans l'avenir.

QUELS IMPACTS (DIRECTS) SUR L'ÉCONOMIE LUXEMBOURGEOISE?

Ces 3 événements majeurs suvernus au mois de janvier 2015 (nouvelles orientations concernant le PSC, assouplissement quantitatif de la BCE, élection de Syriza en Grèce) n'auront, vraisemblablement, que des effets faibles sur l'économie luxembourgeoise.

La flexibilisation du PSC ne devrait pas modifier la fonction objective du gouvernement du Grand-Duché où la réduction des déficits publics a une place prioritaire

La **flexibilisation du PSC** ne devrait pas modifier la fonction objective du gouvernement du Grand-Duché où la réduction des déficits publics a une place prioritaire. La trajectoire de réduction des déficits est d'ailleurs déjà annoncée dans le budget pluriannuel 2014-2018 et le paquet d'avenir (Zukunftspak) ; de plus, l'objectif du gouvernement de conserver une dette publique sous les 30% du PIB semble sanctuarisé. Par ailleurs, le Luxembourg ayant « structurellement » un taux d'investissement public élevé, la clause d'investissement permise par la nouvelle lecture du PSC ne devrait pas y être évoquée.

L'assouplissement quantitatif empêche une hausse brusque du coût du remboursement des dettes contractées à taux variable par les ménages et les entreprises, et alimentera la baisse des exigences pour l'octroi de crédits aux entreprises

L'**assouplissement quantitatif**[60] de la BCE en « garantissant » le maintien de taux d'intérêt faibles empêche une hausse brusque du coût du remboursement des dettes contractées à taux variable par les ménages et les entreprises du Luxembourg, et alimentera la baisse (déjà observable[61]) des exigences pour l'octroi de crédits aux entreprises et aux ménages (effets positifs) ; mais, il risque d'empêcher le redressement de la marge d'intérêt du secteur financier[62] (effet négatif). La dette publique luxembourgeoise étant faible en comparaison internationale (25% du PIB), les effets de cet assouplissement sur les taux souverains et les finances publiques seront très probablement non significatifs. Du fait de l'existence du système d'indexation des salaires au Grand-Duché, une éventuelle poussée inflationniste future causée par cet assouplissement avancerait le déclenchement d'une tranche indiciaire (à payer de facto par les entreprises) et représenterait une contrainte en termes de compétitivité (hausse des coûts); mais cette hypothèse est très peu probable car l'inflation devrait demeurer faible dans la zone euro et au Luxembourg.

Sous l'hypothèse irréaliste d'un effacement total de la dette grecque détenue par les pays de la zone euro, le coût direct maximal pour les finances publiques Luxembourgeoises serait de 521 millions d'euros

Sous l'hypothèse irréaliste d'un **effacement total de la dette grecque** détenue par les pays de la zone euro[63], le coût direct maximal pour les finances publiques Luxembourgeoises serait de 521 millions d'euros[64]. Sur ces 521 millions d'euros, 140 millions ont déjà été déboursés (prêts bilatéraux) et (un maximum) de 381 millions d'euros (0,7% du PIB) seraient à débourser en cas d'appel de garantie par le FESF. Cela n'aurait aucun impact sur la dette publique puisque ces montants (prêts bilatéraux et garantie au FESF) sont déjà comptabilisés dans la dette au sens de Maastricht[65].

---

[60] Ne sont pas considérés les effets liées à la faiblesse de l'euro ; les exportations de biens du Luxembourg sont principalement à direction de la zone euro (plus de 75%), mais 3 pays hors zone euro (Suisse, Royaume-Uni, Etats-Unis) ont un rôle important dans les échanges internationaux de services avec le Luxembourg. Il est difficile d'apprécier les effets de la faiblesse de l'euro sur ces échanges sans connaître leurs élasticités aux changes.

[61] Source : BCL, enquête sur la distribution du crédit bancaire.

[62] En baisse de 3,6% en décembre 2014 par rapport à décembre 2013.

[63] L'hypothèse d'une sortie de la Grèce de la zone euro (Grexit) n'est pas retenue car faiblement probable et aux coûts (économique et institutionnel) hautement incertains en l'état actuel de nos connaissances (pas de précédent).

[64] Montant différent de celui du tableau 2 car arrondi dans le tableau.

[65] Les effets indirects (contagion aux autres pays de la périphérie, montée de l'aversion au risque, chute de l'euro, nouvelle crise institutionnelle dans la zone euro, etc.) sont quasiment impossibles à anticiper et l'exposition du système bancaire luxembourgeois à la Grèce (sans doute minime) n'est pas renseignée par la Banque des règlements internationaux.

QUE FAIRE ET ESPERER DE PLUS?

Fidèle à la réputation européenne de pouvoir faire des sauts qualitatifs au gré des crises, la zone euro se transforme depuis 2010, consciente qu'elle n'est pas encore complètement une « union » économique.

En ce début d'année, la décision de la Commission européenne de préciser les clauses d'exemption prévues par le PSC, le lancement par la BCE d'un vaste programme d'assouplissement quantitatif, et les résultats des élections grecques (qui pourraient obliger les Etats européens à sauter le pas de l'union de transfert[66]) participent à la transformation « institutionnelle » de la zone euro observable depuis la crise. Mais ces évènements, dont il est encore trop tôt pour apprécier la portée historique, ne devraient pas - comme développé *supra* - suffire à eux seuls pour sortir la zone euro de son régime de basse pression (faible croissance, faible inflation). Il faudra donc les compléter par des décisions courageuses, raisonnables, et ambitieuses.

A **Bruxelles**[67], on fait valoir que la « Commission de la dernière chance » inscrit son action dans un triangle vertueux (investissements, réformes structurelles, responsabilité budgétaire) favorable à la croissance. C'est un symbole bienvenu, mais qui a besoin d'une adhésion et d'une implication sans faille des Etats membres pour être un succès. Le plan Juncker pour l'investissement est un maillon essentiel de cette « potentielle » chaîne de croissance ; il ne réussira que si les Etats s'en emparent et mobilisent des fonds supplémentaires pour en augmenter la portée[68]. La nécessité de « réformes structurelles », sans cesse évoquée par les organisations internationales (OCDE, FMI, Commission européenne), est vécue dans plusieurs pays comme un « diktat » de Bruxelles. Les gouvernements des pays de la zone euro ont des efforts de communication à mener afin de montrer concrètement aux citoyens de leur pays comment ces réformes peuvent contribuer au progrès social et à la viabilité à long terme des modèles sociaux européens ; cela est d'autant plus nécessaire que les effets bénéfiques attendus de certaines réformes structurelles commencent à être remis en cause[69]. Dans le contexte actuel (faiblesse des taux d'intérêt, achats de titres souverains par l'Eurosystème, liquidité abondante), la tentation est grande d'arrêter la réduction des déficits publics engagée dans les pays de la zone euro depuis 2011. Pour éviter cette fuite en avant (le niveau de dette publique très élevé dans plusieurs pays et les effets prévisibles du vieillissement rendent nécessaire la poursuite du sérieux budgétaire[70]), les gouvernements doivent se montrer responsables et la Commission européenne doit continuer à promouvoir l'indispensable « sérieux » budgétaire.

Les gouvernements doivent se montrer responsables et la Commission européenne doit continuer à promouvoir l'indispensable responsabilité budgétaire

[66] Un abandon d'une partie de la dette grecque détenue (ou garantie) par les autres Etats de la zone serait synonyme de transferts budgétaires à la Grèce.
[67] Au niveau de la Commission européenne.
[68] Le plan Juncker est de 315 milliards d'euros sur 3 ans, selon certaines études l'effort d'investissement supplémentaire par an en Europe devrait être de l'ordre de 280 milliards d'euros par an.
[69] Voir : http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---ed_protect/---protrav/---travail/documents/publication/wcms_238796.pdf sur les réformes concernant le marché du travail.
[70] Le tout est de trouver des rythmes compatibles avec le PSC et les perspectives de croissance.

La Commission européenne serait d'ailleurs bien inspirée de transformer son « triangle vertueux » en « carré magique » en le complément d'initiatives destinées à parachever la construction de la zone euro (budget propre à la zone euro[71], renforcement du statut et des prérogatives du président de l'Eurogroupe[72], consolidation de la communauté politique de l'euro[73], Trésor européen[74], etc.).

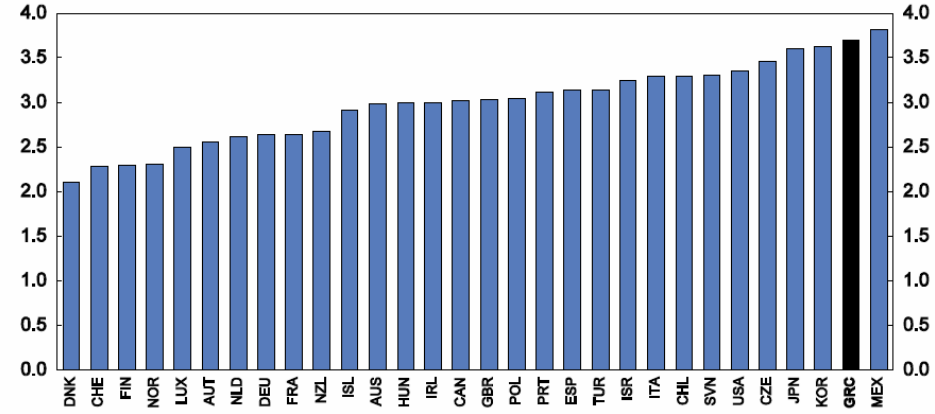
La BCE peut beaucoup mais elle ne peut pas tout

A **Francfort**[75] beaucoup a déjà été fait pour venir en aide aux pays de la zone euro comme en témoigne le niveau très bas des taux d'intérêt souverains actuellement. Depuis l'assouplissement quantitatif décidé en janvier, la BCE ne dispose plus de beaucoup de « cartes à jouer ». Parmi les dernières envisageables : un programme d'achats d'obligations d'entreprises (voire d'actions), ou une modification de sa communication concernant la cible d'inflation (corridor entre 1% et 3% et non plus une cible proche de 2%) afin d'influencer les anticipations en la matière. Comme le rappellent d'ailleurs régulièrement les membres de son directoire : « La BCE peut beaucoup mais elle ne peut pas tout » ; le « tout » étant de résoudre les problèmes structurels de la zone euro par des réformes au niveau national et par une meilleure coordination des politiques nationales.

Il faudra arrêter de « faire de la politique » et s'atteler à panser les maux économiques de la Grèce

A **Athènes**, une fois les marges de manœuvre obtenues (renégociation sur la dette, révision du programme d'assistance[76]), il faudra arrêter de « faire de la politique » et s'atteler à panser les maux économiques de la Grèce. Parmi les plus urgents à traiter : la crise sociale, la corruption et l'incivisme fiscal (cf graphique 8), les rentes excessives[77], et le retard d'investissement. En somme, poursuivre les réformes et mieux en répartir les coûts.

Graphique 8: Perception de la corruption dans le monde[78]



Source : OCDE

Continuer à concevoir et mettre en œuvre des mesures favorables à l'augmentation de la croissance potentielle

Dans tous **les autres pays de la zone euro,** l'idéal est de ne pas agir en passager clandestin, sous prétexte que la dépréciation de l'euro et la faiblesse des prix du pétrole constituent une prime à la procrastination, et de continuer à concevoir et mettre en œuvre des mesures favorables à l'augmentation de la croissance potentielle.

[71] Afin de doter la zone euro d'un instrument pérenne de stabilisation en cas de choc asymétrique, voir: http://www.tresor.economie.gouv.fr/File/391818.
[72] Avoir un président de l'Eurogroupe à plein temps (sans mandat au niveau national) participerait à renforcer l'image de la zone euro à l'international.
[73] Il s'agirait d'avancer dans l'intégration politique de la zone euro, voir : http://www.groupe-eiffel.eu.
[74] Projet (souvent évoqué) d'émission de dettes communes par les pays de la zone euro, voir : « Un new deal pour l'€urope », Michel Aglietta-Thomas Brand (2013) et http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/fr/ec/131278.pdf.
[75] Au niveau de la BCE.
[76] Notre hypothèse.
[77] Plus de 100 professions protégées, exemptions accordées à l'église orthodoxe et aux armateurs, etc.
[78] 1 : les institutions ne sont pas du tout corrompues, 5 : les institutions sont extrement corrompues.

CONCLUSION

La zone euro est menacée par le piège de la « stagnation persistante ». A ce stade, les décideurs ne doivent être ni pessimistes, ni optimistes, mais déterminés à éloigner cette dangereuse menace, il en va de l'intégrité de la zone euro. La Commission y contribue, elle a mis sur les rails le plan Juncker et assoupli le pacte de stabilité et de croissance pour « *renforcer le lien entre réformes structurelles, investissements et responsabilité budgétaire en faveur des emplois et de la croissance* ». La BCE y contribue, en lançant un vaste programme d'achats d'actifs et en « obligeant » les Etats membres à trouver un accord sur le programme d'assistance à la Grèce, c'est un des messages de sa décision du 4 janvier 2015[79]. Aux Etats de la zone euro, la Grèce en tête, d'être à la hauteur en étant responsables, capables de compromis, et en poursuivant les réformes destinées à augmenter leur croissance potentielle.

[79] Voir *supra*.

ANNEXE

Grèce: le poids de la dette !

Le graphique ci-joint constitue une simple illustration mécanique de la dynamique d'endettement en Grèce dans un scénario « à politique inchangée ». Le point de départ de ces simulations illustratives (scénario « baseline ») est (1) un taux de croissance du PIB en volume de 2% l'an sur toute la période de simulation, le déflateur du PIB progressant de 1,2% l'an (soit le taux projeté par la Commission européenne pour 2016); (2) un taux d'intérêt implicite à 2,4% et (3) le maintien tout au long de la période 2015-2022 d'un solde primaire de 2,7% du PIB.

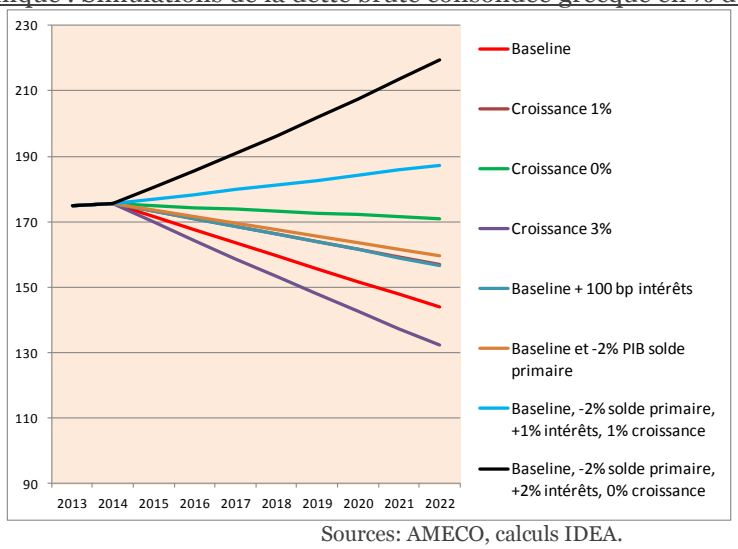
Ces hypothèses sont tour à tour relâchées, pour donner lieu aux scénarios illustrés au graphique.

Les principales conclusions sont les suivantes:

- Le scénario « Baseline » (courbe rouge) donnerait lieu à une diminution substantielle du ratio d'endettement de la Grèce. L'endettement demeurerait cependant très élevé en fin de période (144% du PIB, soit davantage que le niveau pré-crise).
- Des taux d'intérêt implicites plus élevés à raison de 100 points de base tout au long de la période 2015-2022 se traduiraient par un endettement « terminal » beaucoup plus élevé que dans la « baseline » (157% du PIB contre 144% en 2022).
- Les résultats sont également très sensibles à la croissance du PIB en volume : toutes autres choses égales par ailleurs, des taux de croissance de 0, 1, 2 et 3% se traduisent par un taux d'endettement de respectivement 170%, 156%, 144% et 132% du PIB en 2022.
- Un relâchement de l'effort budgétaire consistant en une baisse du surplus primaire ferait passer le ratio d'endettement relatif à 2022 de 144% du PIB (« Baseline ») à 160% du PIB (relâchement budgétaire), soit quelque 25 points de PIB de plus.
- Dans un scénario « catastrophe » cumulant un taux de croissance de 1%, une hausse de 100 points de base du taux d'intérêt implicite et une diminution de 2 points de PIB par an du surplus primaire, la dette publique progresserait continuellement (courbe bleue supérieure), pour atteindre 187% du PIB en 2022.
- Dans un scénario « hyper-catastrophe » cumulant une croissance nulle du PIB réel, un taux implicite d'intérêt en hausse de 200 points de base et un relâchement budgétaire, la dette brute consolidée grecque atteindrait 220% du PIB en 2022.

En conclusion, à politique inchangée et en l'absence de mesures nouvelles allégeant le « poids de la dette », il est peu probable que ce dernier revienne dans un futur prévisible à un niveau « soutenable » (110% du PIB en 2022 d'après le programme d'assistance). Même sous l'hypothèse d'une croissance « béatement optimiste » de 3% l'an et avec maintien de taux d'intérêt implicites bas, ce ratio demeurerait proche de 132% du PIB en 2022.

Graphique : Simulations de la dette brute consolidée grecque en % du PIB



Sources: AMECO, calculs IDEA.

Les publications d'IDEA sont librement consultables sur son site www.fondation-idea.lu

Avis Annuel

Le Luxembourg au carrefour décisif : Comment réinventer la croissance sous contrainte budgétaire .....mars 2014

Idées du mois

1. Comprendre les benchmarks de compétitivité ..... avril 2014
2. Productivité : Clé de la réussite économique future du Luxembourg ..... mai 2014
3. *Nation Branding* – nouveau positionnement du Grand-Duché ..... juin 2014
4. Cession d'entreprises : un enjeu d'avenir ..... septembre 2014
5. Résolutions culturelles .....novembre 2014

Récents « blogs »

Pourquoi poursuivre la voie de la croissance: Démystification de la croissance économique!

Une autre croissance est à craindre!

Plan Juncker

Sharing economy

L'Immigration e(s)t le « modèle luxembourgeois »

Deux questions sur le budget

2015, une bonne année

Déflation, « LA » bombe à retardement pour la zone euro

Pacte de stabilité sortir du piège de la complexité

Krise der Gesundheitsversorgung – eine Chance für Luxemburg

Tableau de bord de l'économie

Tableau de bord n°3.....janvier 2015

IDEA est un laboratoire d'idées autonome, pluridisciplinaire et ouvert, créé à l'initiative de la Chambre de Commerce du Luxembourg, qui souhaite contribuer à l'amélioration de la qualité du débat socio-économique, d'une part, en l'alimentant par des analyses économiques rigoureusement recherchées et documentées et, d'autre part, en proposant des pistes novatrices pour relever les grands défis d'avenir du Grand-Duché.

Directeur de la publication : Marc Wagener, tél: 42 39 39 376, marc.wagener@fondation-idea.lu
Auteur principal : Michel-Edouard Ruben, tél 42 39 39 441, michel-edouard.ruben@fondation-idea.lu
www.fondation-idea.lu
www.twitter.com/FondationIDEA